



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Ripley Chile S.A.

Agosto 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	Marzo 2012
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos	N° 358 de 11.11.2003
Línea de Bonos	N° 543 de 07.08.2008
Serie D	Segunda emisión
Serie E	Tercera emisión
Serie F	Tercera emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS ¹				
MM\$ Marzo 2012	2010	2011	Ene-Mar 2011	Ene-Mar 2012
Ingresos totales	773.286.154	804.390.668	179.267.785	181.958.716
Costo de ventas	-483.042.533	-502.351.506	-108.747.272	-117.190.917
Gastos de distribución y administración	-254.735.607	-259.365.736	-62.067.510	-59.474.396
Resultado operacional	35.508.014	42.673.426	8.889.988	5.713.548
Costos financieros	-13.276.705	-11.014.501	-2.894.393	-3.596.302
Utilidad del Ejercicio	39.048.413	42.365.123	9.781.551	4.304.013
EBITDA ²	61.983.994	65.317.105	14.444.520	9.845.810

¹ Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a marzo de 2012.

² EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS				
MM\$ Marzo 2012	31 dic 2010	31 mar 2011	31 dic 2011	31 mar 2012
Activos Corrientes	413.414.594	379.854.465	413.701.853	388.464.453
Activos No Corrientes	551.892.797	564.023.763	551.017.105	542.804.053
Total Activos	965.307.392	943.878.228	964.718.958	931.268.506
Pasivos Corrientes	165.243.793	137.385.107	183.381.538	171.913.175
Pasivos No Corrientes	223.327.482	222.559.566	220.479.655	198.690.176
Total Pasivos	388.571.275	359.944.674	403.861.193	370.603.351
Patrimonio	576.736.117	583.933.554	560.857.765	560.665.155
Total Pasivos y Patrimonio	965.307.392	943.878.228	964.718.958	931.268.506
Deuda Financiera	93.981.408	94.776.226	100.346.064	124.893.663

Opinión

Fundamento de la clasificación

Ripley Chile S.A. (Ripley Chile) es la matriz de un grupo de empresas orientadas a la actividad comercial, la que desarrolla a través de tres áreas: *retail* (tiendas por departamentos), financiero (principalmente para apoyar las ventas a crédito de sus tiendas) e inmobiliario (participación en la propiedad de centros comerciales).

Durante el ejercicio 2011 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 1.657 millones y un EBITDA de US\$ 135 millones. Mientras, al 31 de marzo de 2012 alcanzaba cuentas por cobrar por colocaciones de crédito (corrientes y no corrientes) por US\$ 6.889 millones y su deuda financiera con terceros era de US\$ 257 millones.

Las principales fortalezas de **Ripley Chile** que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría AA-", dicen relación con la fuerte posición de mercado que ostenta la empresa dentro de su rubro; el elevado reconocimiento de la marca comercial "Ripley" en Chile y una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de la empresa y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Asimismo, se considera positivamente la metodología de asignación de líneas crédito utilizada por la empresa,

conjuntamente con una política de provisiones de crédito que reconoce anticipadamente las pérdidas esperadas de la cartera crediticia.

La clasificación toma en cuenta que en años de contracción económica la empresa ha sido capaz de modificar la política de asignación de crédito, tornándolo más restrictivo, pero a la vez ha continuado recaudando los pagos por la cartera ya existente, obteniendo de esa manera los recursos necesarios para enfrentar sus compromisos financieros. A modo de comparación, a marzo de 2012 la relación entre cartera de colocaciones neta de provisiones a deuda financiera era de 2,7 veces, y de 1,6 veces si sólo se considera la porción corriente de los deudores de crédito. Esta situación muestra la solidez de la compañía para apoyar su crecimiento, incluso con mayores niveles de endeudamiento.

En términos contingentes, la clasificación de riesgo valora el plan de mejora de rentabilidad que ha venido ejecutando la empresa, lo que incluye una racionalización de inventarios, enfocar su estrategia comercial hacia un público objetivo, mejorar la relación precio/calidad de los productos, incorporando marcas de forma exclusiva y disminuir el número de liquidaciones, lo que se ha traducido en mejores márgenes operacionales, aunque se advierte que tales resultados deben validarse en el tiempo.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la adecuada cobertura de ventas y la amplia red de proveedores con que cuenta el negocio de *retail*.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra limitada fundamentalmente por la intensificación de la competencia directa e indirecta (representada por conglomerados de mayor tamaño que el emisor), tanto en la venta de bienes como en el otorgamiento de créditos, y por los efectos de los períodos de baja económica sobre las ventas y sobre su cartera de crédito, particularmente por el tipo de bienes que conforman su oferta (durables y vestuario).

Por otra parte, en opinión de la clasificadora, las condiciones imperantes en el mercado generan la necesidad de crecimiento en las empresas del sector con el objeto de no perder participación de mercado y aprovechar de mejor forma las economías de escala, situación que debiera implicar mayores necesidades de financiamiento, en particular en el capital de trabajo para sostener el negocio crediticio.

La perspectiva de la clasificación se califica “Estable”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de los bonos podría mejorar en la medida que las condiciones imperantes en el mercado reduzcan la necesidad de crecimiento de la empresa y ésta aumente su escala absoluta y relativa.

Asimismo, para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa lleve a cabo una estrategia de crecimiento que implique niveles de generación de flujos acorde con los nuevos riesgos que vaya asumiendo.

El incremento reciente en el endeudamiento de **Ripley Chile** podría significar que los vencimientos de la deuda de la compañía durante los años 2013 y 2014 puedan ser cubiertos en forma relativamente ajustada por su flujo de caja operacional de largo plazo. De no ser suficientes, con todo, se estima que no existirían dificultades para refinanciar esos pasivos.

Asimismo, los distintos cambios a la normativa pueden afectar la rentabilidad del negocio financiero. En efecto, durante 2011 el crecimiento de la cartera total de préstamos se habría resentido por las restricciones a la promoción telefónica establecidas por el Sernac durante un período de tiempo. Por otro lado, en el futuro, nuevas restricciones a la Tasa Máxima Convencional (TMC) podrían afectar negativamente el segmento de negocios financiero de la compañía.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría. Corresponde a aquellas cuotas emitidas por fondos de inversión que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos.

Antecedentes generales

Resultados 2011³

El año pasado los ingresos de **Ripley Chile** llegaron a \$ 804.391 millones, con un incremento real de 4,0% respecto de 2010, explicado principalmente por el aumento de las ventas del negocio *retail*, lo que compensó la baja de los ingresos financieros ocasionada por el menor tamaño de su cartera de colocaciones de crédito. El costo de ventas del período, por su parte, aumentó también en 4,0% (a \$ 502.352 millones), manteniéndose el margen de explotación en un 37,5% de los ingresos.

La compañía se ha enfocado en obtener una mayor rentabilidad, lo que incluye rediseño de tiendas, adaptación de las líneas de productos, mejoramiento de la relación precio/calidad de los productos, incorporando marcas exclusivas y disminución del número de liquidaciones.

El total de costos de distribución y gastos de administración alcanzó a \$ 259.366 millones, con un incremento de 1,8%. Este menor crecimiento, en comparación al de las ventas, se explica en parte por el programa de mejora de eficiencia en los gastos, implementado por la empresa desde 2008. Con lo anterior, sumado a la mejora en el margen de explotación, el resultado operacional de 2011 fue de \$ 45.054 millones, lo que significa un crecimiento de 21% respecto a lo registrado en 2010. Como consecuencia, el EBITDA llegó a \$ 65.317 millones (\$ 72.937 millones si se incluyen las ganancias de negocios conjuntos, principalmente la participación en centros comerciales). La empresa registró una ganancia de \$ 42.365 millones en 2011, esto es, un incremento de 8,5% respecto al guarismo exhibido en 2010.

Durante el primer trimestre de 2012, aun cuando los ingresos totales se incrementaron en 1,5%, el fuerte incremento en el costo de ventas de 7,8% conllevó una disminución de 37,4% en el resultado operacional, comparado con igual trimestre de 2011. De esta manera, el EBITDA durante el primer trimestre se contrajo en aproximadamente un 32% respecto a igual período del año anterior. Esta caída se ve influida, además, por la alta base de comparación debido al efecto de mayores créditos tributarios contabilizados durante el primer trimestre de 2011.

³ Los valores han sido expresados pesos de marzo de 2012

Hechos recientes

Ripley Chile tiene contemplada la apertura de cuatro nuevos locales en el periodo 2011-2013. La ya inaugurada tienda Costanera Center representa un incremento de 12.831m² de la superficie de venta, correspondiendo al mayor centro de ventas de la compañía. Se espera, además, la apertura de la tienda de Concepción, con 7.976m² de superficie de ventas, y del Mall de Concepción, de propiedad de la empresa, así como el desarrollo de otros dos centros comerciales bajo la sociedad con Mall Plaza.

Oportunidades y Fortalezas

Posición y reconocimiento de marca: Ripley es una de las tres principales tiendas por departamento de Chile, con cerca del 27% de participación de mercado. Asimismo, la marca se encuentra fuertemente posicionada en el mercado y es ampliamente reconocida por los consumidores (en parte por los 45 años transcurridos desde la inauguración de la primera tienda Ripley), situación que es reforzada por una constante campaña publicitaria.

El mercado, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguido por dos grandes tiendas por departamentos con similar participación (una de ellas Ripley) y un número no elevado de tiendas comerciales de menor tamaño, dentro de las que se incluyen pequeñas cadenas de provincias.

Amplia cartera de clientes: Las tarjetas de crédito emitidas por la sociedad le permiten acceder en forma directa a una amplia base de clientes. Asimismo, el crédito, servicios y promociones otorgados a través de ellas favorecen la fidelidad y permanencia de los consumidores. La existencia de 1 millón de tarjetas con saldo al primer trimestre de 2012 reduce el riesgo crediticio al facilitar un comportamiento estadísticamente normal de la cartera de deudores. Además, la compañía cuenta con el seguimiento del comportamiento de pago de todos sus clientes, el que ha perfeccionado en los últimos periodos, con lo cual es capaz de diseñar y ofrecer productos específicos, acotando el riesgo asociado a cada uno de ellos.

Adecuada cobertura de ventas: La cantidad de locales comerciales con que cuenta **Ripley Chile** y la cobertura territorial de los mismos disminuyen en términos comparativos los efectos negativos de eventuales bajas en los niveles de actividad de determinados puntos de venta, y de la merma de actividad en determinadas regiones. En la actualidad, la empresa tiene 39 tiendas,

de las cuales 20 están ubicadas en la Región Metropolitana, mientras que las restantes se encuentran bastante distribuidas en las otras regiones de Chile.

Amplia red de proveedores y capacidad de oferta: La amplia red de proveedores con que cuenta la empresa y la existencia de alternativas a los mismos, asegura un adecuado abastecimiento para la compañía y una baja dependencia ante la conducta que muestren sus distribuidores. Asimismo, la amplia gama de productos ofrecidos, y la incorporación de nuevas marcas, la convierten en un centro de compra de interés para los consumidores, ofreciendo los últimos artículos tecnológicos, de vestuario y para el hogar, lo que también ha ido mejorando en los últimos años de manera de adaptar sus locales y oferta de productos a las exigencias que le impone tanto la competencia como sus clientes.

Factores de Riesgo

Altos niveles de competencia: La fuerte competencia que presentan las tres principales tiendas por departamento en Chile, que en la práctica se ha traducido en una oferta de productos y servicios relativamente homogénea, torna al emisor altamente vulnerable ante decisiones equívocas en términos comerciales, a la vez que la presión sobre los márgenes de venta obliga a la necesidad de crecer para poder acceder a mayores economías de escala. Por otro lado, el desarrollo tecnológico, específicamente la masificación del uso de internet en el comercio, podría llevar a un proceso de desintermediación en el mercado de bienes transables, con el consiguiente impacto negativo para la industria y el emisor. Actualmente, Ripley disputa con Paris (perteneciente al grupo Cencosud) el segundo lugar entre las grandes tiendas, siendo Falabella la tienda con mayor participación de mercado.

Necesidad de mantener y administrar el crecimiento: La industria en la que se desenvuelve la compañía ha estado en constante expansión, por lo que es necesario que la empresa tenga los recursos necesarios para mantener un ritmo de crecimiento que le permita seguir siendo competitiva, tanto en su oferta de bienes como del crédito que ofrece. En el caso de **Ripley Chile**, esta expansión se origina en la necesidad de aumentar su cobertura geográfica y de sus tarjetas de crédito, lo que implica inversiones en nuevos puntos de ventas, en mayores inventarios, en financiamiento de mayores volúmenes de cuentas por cobrar y en mejoramiento continuo de la administración de aspectos logísticos.

Intensificación del negocio crediticio: El negocio crediticio representa un alto porcentaje de los ingresos de la compañía (23% de ellos ingresos el primer trimestre de 2012), por lo que un mal manejo del riesgo de la cartera de clientes de la tarjeta de crédito puede derivar en elevadas pérdidas e impactar fuertemente la generación de flujos. Aun reconociéndose la capacidad de la administración para manejar una mayor cartera de clientes y negocios, dados los resultados mostrados tras su explosivo crecimiento durante los últimos años, y el ajuste realizado durante el último trienio, la estrategia de crecimiento enfocada en la tarjeta de crédito de la empresa requiere siempre una especial vigilancia, sobre todo si se incorporan segmentos demográficos y socio-económicos de mayor riesgo que el de la cartera actual de la empresa. Más aún, existe en trámite legislativo un proyecto para limitar la TMC. Sin embargo, dado que el texto final es desconocido y, por tanto, sus efectos sobre la organización industrial del mercado del crédito, no es posible disponer de una estimación del efecto final sobre los ingresos de los *retailers*. No obstante, se reconoce que éstos pueden morigerar el efecto de este cambio sobre sus los resultados de las compañías, rediseñando su estructura de comisiones y de precios.

Sensibilidad del consumidor ante ciclos recesivos: La demanda de la industria está fuertemente ligada a la actividad económica del país. De hecho, las ventas al detalle, orientadas al mercado de personas, se ven resentidas en períodos recesivos o de alto nivel de desempleo (como se observó entre 2008 y 2009, y que podría manifestarse en caso de profundizarse la actual crisis internacional, con sus consiguientes efectos sobre la economía chilena), en especial cuando se trata de productos que no son de primera necesidad, lo que afecta las ventas del comercio en general, pero en particular de **Ripley Chile**, cuyas oferta está compuesta por bienes durables (los más afectados en recesiones) y vestuario (que no pertenece corresponde totalmente a bienes de primera necesidad). No obstante, se reconoce el cambio en el *mix* de marcas de vestuario, que podría desacoplar parcialmente su compra respecto del ciclo económico. Igual característica presenta el comportamiento crediticio de los deudores, aumentando la tasa de mora de los mismos. Sin embargo, en la actualidad la tasa de pago se mantiene en torno a 16%.

Dependencia de los puntos de venta: Uno de los principales factores que determinan las ventas al detalle es la ubicación de los locales. Por lo tanto, cualquier situación negativa (disminución de la concurrencia, por ejemplo, ante trabajos en las calles de acceso o por remodelaciones en los puntos de venta) que afecte a los centros comerciales en donde se ubican las tiendas Ripley, necesariamente repercutirá sobre los ingresos. Como atenuante, se reconoce el alto número de tiendas que posee la compañía, y que los puntos de mayor venta se ubican en Santiago, habiéndose incorporado la tienda de Costanera, en un área de Santiago donde Ripley previamente no tenía presencia.

Contratos de arriendo: Un porcentaje significativo de los locales de venta son arrendados a terceros (28 tiendas de un total de 39; correspondientes a más de un 80% de la superficie de venta). No obstante se reconoce que cuatro tiendas están ubicadas en *malls* donde la compañía participa en la propiedad y que en todos los puntos de venta los contratos de arriendo son a largo plazo.

Exposición cambiaria: La mayor parte de las compras de la entidad se realiza en dólares de los Estados Unidos, situación que torna sensible a la empresa ante fluctuaciones en las paridades cambiarias, aunque se reconoce que existe la capacidad de trasladar tales variaciones a precio, acotada eso sí por la intensidad de la competencia existente.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Ripley nació en 1956 con la inauguración de la primera tienda de Calderón Confecciones, negocio de confección y venta al por menor para hombres. En 1964 se inauguró la primera tienda Ripley en pleno centro de Santiago. En 1976 comenzó a operar el sistema de otorgamiento de créditos en tienda. Dos años más tarde se creó la razón social Comercial Eccsa S.A., agrupando a todas las tiendas comerciales de la época, separando las actividades comerciales de las productivas, quedando estas últimas a cargo de Calderón Confecciones.

En 1993 se inauguró la primera tienda en un *mall* (Parque Arauco), dando inicio a un profundo cambio de imagen y reposicionamiento. En 1997 se creó CAR S.A. para la administración de crédito y servicios a clientes. En 2000, en tanto, se dio inicio a la actividad de *e-business* a través de www.ripley.cl. Junto con esto, se autorizó la operación de la corredora de seguros.

En agosto de 2008 Ripley firmó una alianza con Mall Plaza en Chile donde se estableció la opción de compra del 22,5% en tres centros comerciales en desarrollo (Alameda, San Bernardo y Padre Hurtado, todos en la Región Metropolitana). Durante el segundo trimestre de ese año Ripley adquirió las marcas Robert Lewis y Barbados (BB2), con lo que buscó potenciar sus márgenes a través de la venta de marcas propias dentro y fuera de las tiendas principales.

Durante 2011, se realizó un importante plan de remodelación de tiendas, modernizando los espacios de forma eficiente, mejorando así la experiencia de compra del cliente. Además se continuó con el plan de agregar nuevas marcas de forma exclusiva, por lo que se incorporaron

durante el año nombres como Calvin Klein, Cacharel, Franco Sarto, Guess y Mothercare entre otros.

Propiedad y administración

Al 31 de junio de 2012 la propiedad de **Ripley Chile** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de Acciones Suscritas	Número de Acciones Pagadas	% de la Propiedad
RIPLEY CORP S.A	244.561.532.367	244.561.532.367	99,99%
INVERSIONES R S.A	8.182.397	8.182.397	0,00%
SOCIEDAD GRANDES INVERSIONES V LTDA	8.182.396	8.182.396	0,00%

A su vez, Ripley Corp S.A. es controlada por la familia Calderón Volochinsky, a través de Inversiones R S.A. e International Funds Limitada.

El directorio de la empresa es el que se indica a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Felipe Lamarca Claro
Director	Jorge Lafrentz Ricke
Director	Hernán Uribe Gabler
Director	Sergio Hidalgo Herazo
Director	Sergio Collarte Alvarado

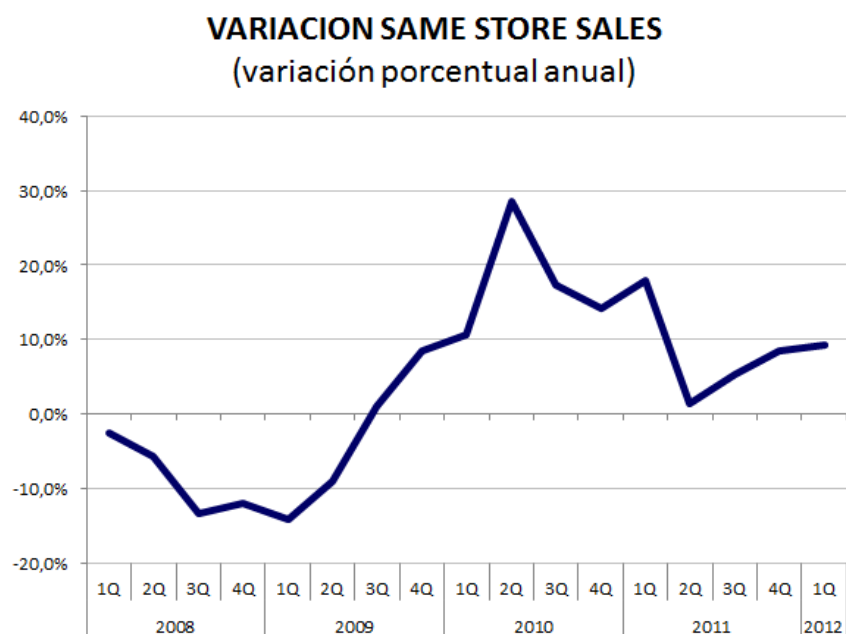
Distribución de ingresos

Ripley Chile es un *holding* empresarial que abarca tres áreas de negocios interrelacionadas y complementarias: *retail*, inmobiliario y financiero (es importante destacar que las operaciones del Banco Ripley son independientes de **Ripley Chile** y consolidan en Ripley Corp).

Área retail

Opera las tiendas por departamento de la cadena. A marzo de 2012 sumaba 39 puntos de venta activos (19 en Santiago y 20 en regiones), con una superficie total de ventas de 248.351 m². Comercial Eccsa S.A. es la filial encargada de realizar las compras para las tiendas del *holding*.

El siguiente gráfico presenta la variación real en el *same store sales* (SSS)⁴ en las tiendas por departamento de Chile. Se aprecia que, luego de la crisis 2008-09, la compañía registró una mejora en las ventas, a pesar que desde 2009 la superficie de ventas se ha mantenido o disminuido, lo cual da cuenta de la mayor eficiencia en el esfuerzo de comercialización.



Área inmobiliaria

Se dedica a la construcción y desarrollo de centros comerciales. A través de Inmobiliaria Mall Viña del Mar S.A (cuya propiedad comparte en forma igualitaria con Paris y Parque Arauco), participa en la propiedad de Mall Marina Arauco en Viña del Mar (33,3%) y Mall Curicó (33,3%).

⁴ Indicador que mide la variación de las ventas considerando sólo las tiendas comparables, esto es, excluyendo tanto las que se han abierto como las que se han cerrado en el último año.

Desde el 13 de enero de 2009 **Ripley Chile** es dueño de un 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de dos centros comerciales (Mall Plaza Alameda y Mall Plaza Sur), de otros tres terrenos ubicados en La Reina, Los Dominicos y Concepción, y de una concesión en Valparaíso. El resto de la propiedad de esta sociedad corresponde a Mall Plaza, empresa controlada por SACI Falabella.

Durante el tercer trimestre de 2010, el grupo comenzó la construcción del *mall* en Concepción, el cual tiene planificado abrir sus puertas durante el segundo semestre del 2012.

En el rubro de los centros comerciales existen otros tres actores importantes. El líder del sector es Mall Plaza, cuya propiedad pertenece en un 64,5% a Falabella y tiene once centros comerciales, seis de los cuales se ubican en la Región Metropolitana. El segundo actor es Cencosud, que cuenta con nueve centros comerciales a lo largo del país. El tercer participante es Parque Arauco, con siete centros comerciales en Chile, tres de ellos en la Región Metropolitana. Otros actores son Walmart Inmobiliario (brazo inmobiliario de Walmart Chile, dueño de los supermercados Líder y Ekono) y el grupo Saieh, que en 2009 adquirió a Ripley los tres malls que poseía.

Área financiera

Dentro de este segmento de negocios se encuentran diversas filiales, entre las que destacan:

- Car S.A.

Está encargada de administrar la cartera de clientes que posee la tarjeta Ripley. Su principal activo está constituido por las cuentas por cobrar a los deudores (usuarios de la tarjeta), los cuales se financian mediante préstamos de empresas relacionadas (Comercial Eccsa S.A.). Además, CAR tiene una cartera con la cual va obteniendo recursos para su propia operación, además de los préstamos señalados.

- Evaluadora de Créditos S.A.

Está encargada de realizar la evaluación financiera a los clientes que solicitan la tarjeta y de administrar las líneas de crédito de los clientes que la poseen.

- Sociedad de Cobranzas Payback S.A.

Está encargada de llevar a cabo las gestiones de cobranza a los clientes de la tarjeta.

Ripley Chile ha puesto especial énfasis en el desarrollo del negocio financiero a través de la tarjeta Ripley como medio de pago atractivo para sus clientes. Con esta tarjeta los clientes pueden adquirir bienes en las tiendas Ripley, obtener avances en efectivo o comprar en los comercios asociados a la tarjeta. Actualmente cuenta con más de 10.500 afiliados, lo que permite el uso de la tarjeta en más de 72.000 terminales de establecimientos y puntos de venta asociados.

Además, en 2012 está planificada la emisión de tarjetas Ripley en asociación con Mastercard, lo que permitirá acceder a toda la red de Transbank y ser utilizada en el extranjero. Con esto **Ripley Chile** busca incrementar la utilización de su tarjeta, tanto dentro como fuera de sus tiendas.

Proveedores, fuentes de financiamiento e inversión

Proveedores

La empresa presenta una amplia gama de proveedores, tanto nacionales como extranjeros. Los nacionales básicamente están representados por productores, representantes e importadores de artículos para el hogar.

Las compras en el extranjero, principalmente vestuario, provienen en un porcentaje elevado de Asia (China, Hong Kong e India). La estructura de abastecimiento no difiere significativamente de los estándares de la industria local.

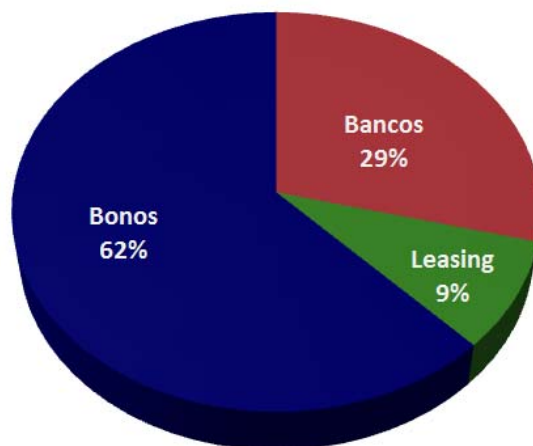
Según los datos al año móvil terminado el 31 de marzo de 2012, las cuentas por cobrar (corrientes y no corrientes) ascienden a aproximadamente US\$ 696 millones, lo que representa un 60% del patrimonio y un 278% del inventario. Asimismo, de acuerdo al estado de flujos de efectivo, en el ejercicio los pagos a proveedores por suministros de bienes y servicios alcanzaron los US\$ 1.052 millones, representando el 63,5% de los cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios (este guarismo alcanzó a 63,6% en el mismo período del año anterior).

Fuentes de financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa, además de su patrimonio, provienen del mercado de capitales y del sistema bancario. La deuda total es de \$125 mil millones, de los

cuales un 62% corresponde a deuda con tenedores de bonos, un 29% con cuatro bancos y el 9% restante a operaciones de *leasing*. El principal acreedor bancario corresponde al Banco de Chile, cuyas acreencias representan el 13% del pasivo financiero.

Composición Deuda Financiera
(a Junio 2012)

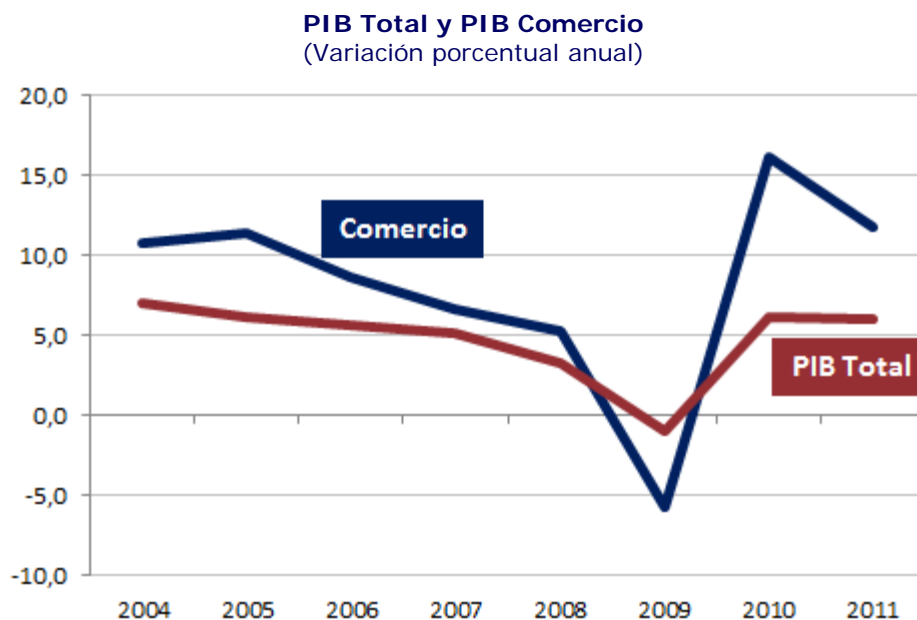


Además de lo anterior, la empresa tiene compromisos financieros con sus controladores, principalmente Ripley Corp, por un total de \$ 105.747 millones, que devengan una tasa de interés nominal de 7% anual en pesos, con vencimientos corrientes por \$ 1.848 millones, con lo que la mayor parte de este compromiso se ubica en el largo plazo, incluso a más de diez años plazo.

Antecedentes del sector

Ripley Chile participa en el rubro comercial con apoyo crediticio a sus clientes y en el sector inmobiliario, compitiendo en el ámbito local con empresas de diversa envergadura, algunas de las cuales, al igual que el emisor, cuentan con presencia internacional (Falabella, Cencosud, Parque Arauco). En términos generales, la industria en Chile exhibe una concentración moderada-alta, donde los principales actores del mercado corresponden a grupos de capitales nacionales con presencia en diversos formatos del comercio (supermercados, grandes tiendas, mejoramiento del hogar, centros comerciales, tarjetas de crédito). En términos de crecimiento, un índice adecuado para observar el desarrollo de la industria en Chile es el Producto Interno Bruto (PIB) ligado al comercio, dado que en Chile este sector se encuentra mayoritariamente en manos de grandes actores formales, a diferencia de otros países de Latinoamérica en los que el

comercio informal abarca por un porcentaje importante del segmento. A continuación, se presentan las tasas de variación porcentual anual del Comercio y del PIB Total del país:



Se aprecia que el PIB del comercio es elástico respecto al PIB total, expandiéndose más que este último en periodos de crecimiento, y contrayéndose más que la economía total en periodos de recesión.

Análisis Financieros

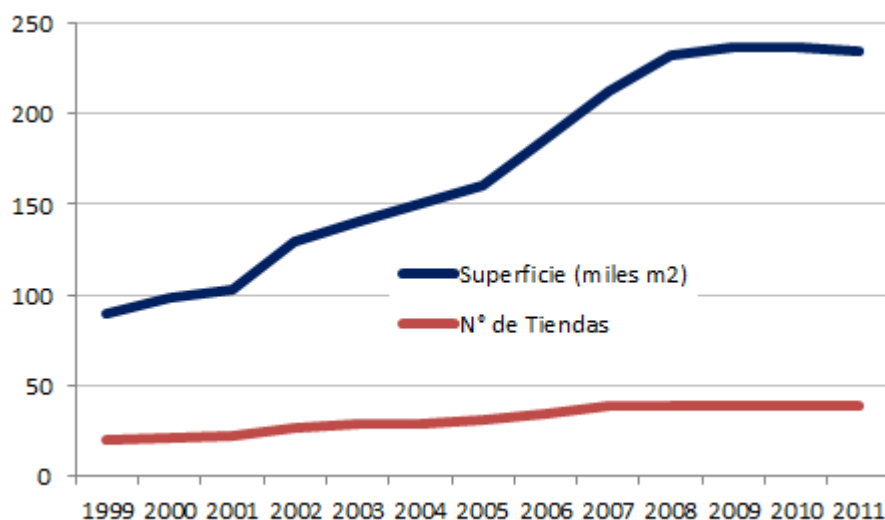
Evolución de ingresos, EBITDA y cartera de colocaciones⁵

La evolución de los ingresos de explotación de **Ripley Chile** ha ido aparejada del número de locales y de la superficie de ventas de la empresa. Entre marzo de 2005 y marzo de 2008 sus ingresos tuvieron un crecimiento anual de 6% real, explicado por la apertura de nuevas tiendas y el comportamiento general del consumo en Chile. Con posterioridad, los ingresos se debilitaron dada la contracción de la economía. Una vez superada esta coyuntura, entre marzo 2010 y marzo 2012 los ingresos crecieron a una tasa promedio anual de 6,3%.

⁵ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2012. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada, corrigiendo cada trimestre a pesos de marzo de 2012. Hasta 2009 se usan los datos bajo norma contable chilena, y para el período 2010-2012 bajo la norma IFRS.

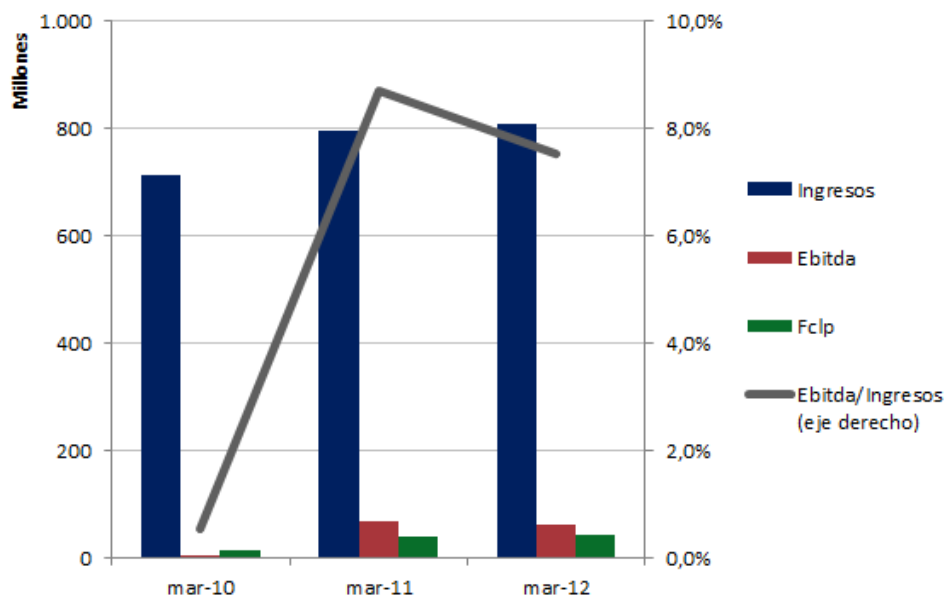
El número total de tiendas de **Ripley Chile** ha permanecido constante desde 2007 (cabe recordar que el plan de inversiones de la empresa se detuvo para hacer frente a la crisis de 2008-2009). A marzo de 2012 los ingresos se encuentran en sus máximos históricos como consecuencia del incremento de la demanda interna y del plan de mejora de rentabilidad de la empresa.

**Evolución Número de Tiendas y Superficie de Ventas
Ripley Chile**



Por su parte, la generación de EBITDA alcanzó un *peak* en marzo de 2007, con más de \$ 85 mil millones, representando un 11,5% de los ingresos. En general, salvo 2009, el EBITDA ha oscilado entre el 8% y el 11% de los ingresos.

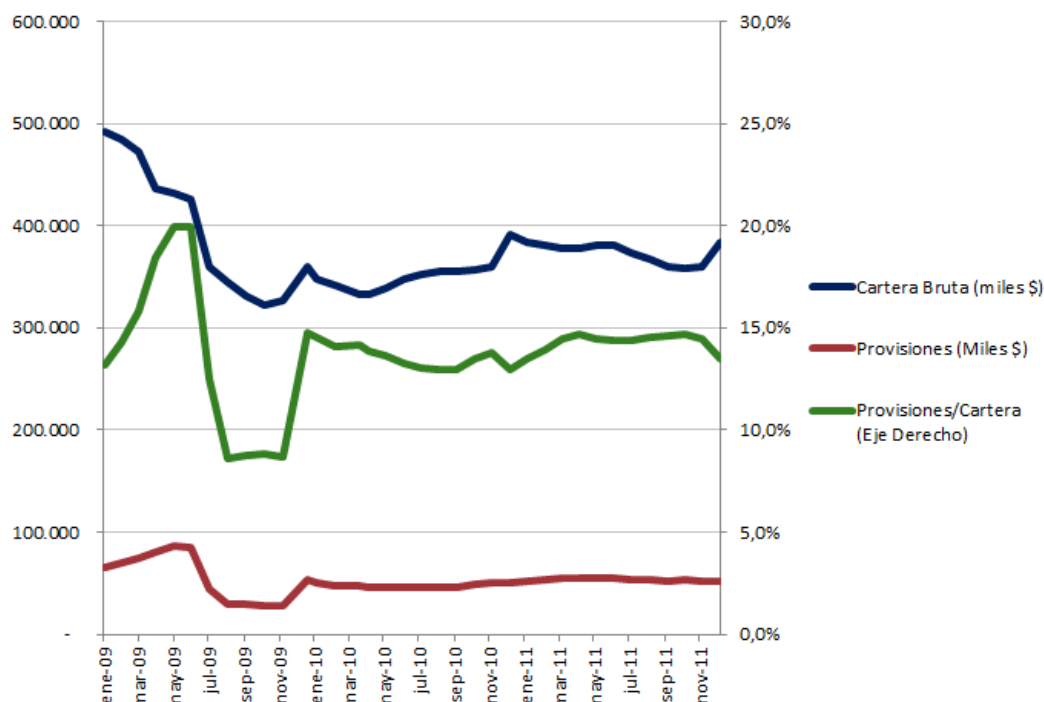
Ingresos Actividades Ordinarias, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo y EBITDA como porcentaje de los Ingresos
(Millones de pesos y porcentajes)



Desde 2009 hasta inicios de 2010 la cartera de colocaciones de **Ripley Chile** presentó una caída sostenida, para luego mantenerse en torno a los \$350 mil millones, con provisiones cercanas al 13% de la cartera. Con todo, a finales de 2011 las colocaciones presentaron una leve tendencia alcista, mientras que las provisiones se incrementaron hasta situarse actualmente en torno al 15%.

Es importante considerar que a inicios de 2010 **Ripley Chile** cambió su modelo de provisionamiento, el cual se efectúa sobre la base de la pérdida esperada asociada a cada crédito en particular y no en función de los niveles de moras. Esto en la práctica ha llevado a un incremento en los niveles de provisión no asociado, necesariamente, a un deterioro de la cartera. Por otra parte, el menor dinamismo de las colocaciones obedece a que parte de las mismas se están canalizando a través del Banco Ripley, filial de Ripley Corp, controlador de **Ripley Chile**.

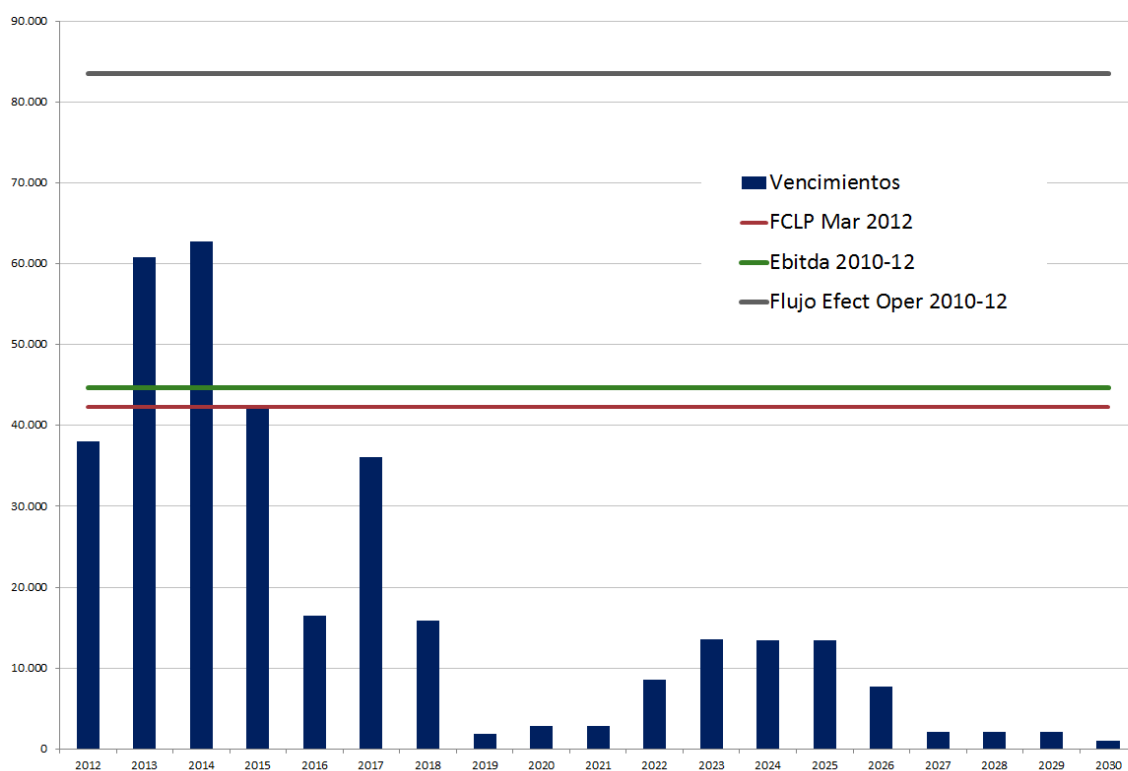
Cartera Bruta, Provisiones y Provisiones/Cartera (Miles de Millones de pesos nominales y porcentajes)



Salvo el período 2013-2015 la deuda financiera de la empresa tiene un perfil de vencimientos bastante adecuado con su generación de caja operacional. Sin embargo, un porcentaje importante de esta deuda tiene como destino financiar las cuentas por cobrar, razón por la cual, a menos que exista un deterioro significativo de la cartera, no habría mayor estrés para su pago. De todas formas, cabe recordar que en períodos de alto estrés financiero es posible ejecutar una política de colocaciones más restrictiva, y simultáneamente seguir recaudando los pagos de la cartera ya existente.

A partir del 2016 los vencimientos pueden ser cubiertos con holgura, tanto en términos de EBITDA o Flujo de Caja de Largo Plazo (indicador **Humphreys**).

Perfil de Vencimientos Deuda Financiera (Millones de Pesos)

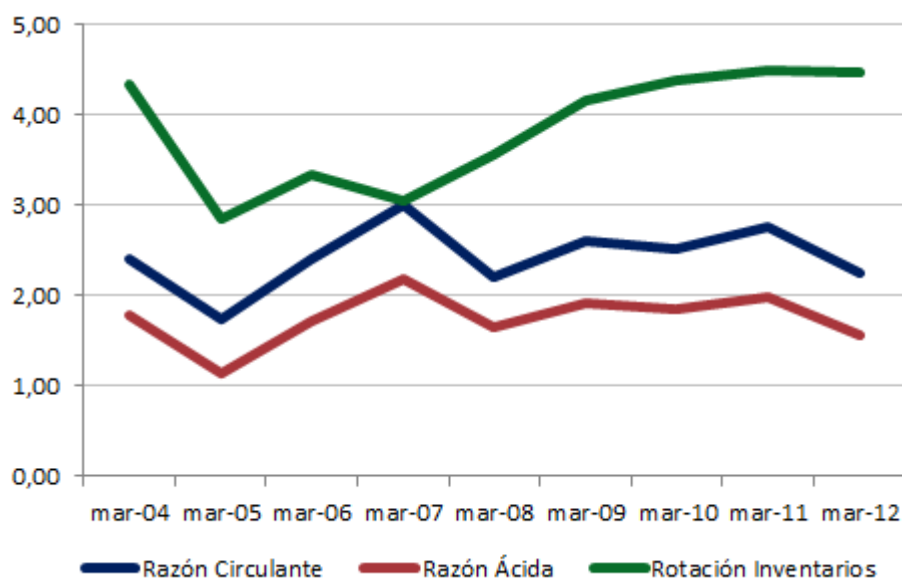


Evolución de la liquidez⁶

Los indicadores de liquidez de la empresa muestran un comportamiento elevado; la rotación de inventarios, luego del crecimiento registrado entre 2007 y 2010, se ha mantenido estable, mientras que la razón circulante y la razón ácida han registrado una leve reducción, pero manteniéndose en niveles adecuados.

⁶ Liquidez = Ingresos de explotación / (costos de explotación-depreciación); Razón circulante = activos circulantes sobre pasivos circulantes; Razón ácida = (activos circulantes-existencias-gastos pagados por anticipado)/pasivos circulantes.

Ripley Chile Evolución de la Liquidez

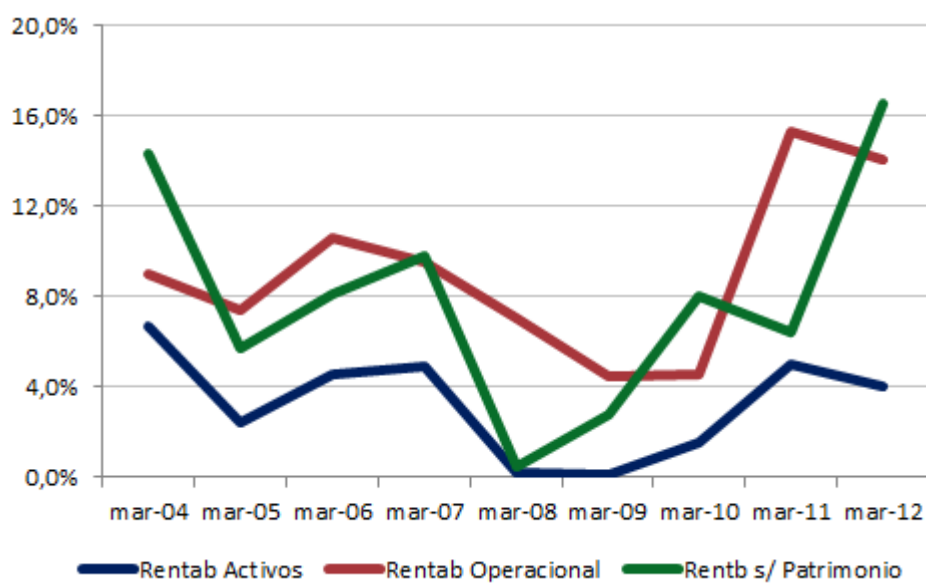


Evolución de la Rentabilidad⁷

Luego de la contracción de la actividad del comercio en 2009, los diversos índices de rentabilidad, del activo y del patrimonio, han mostrado una tendencia creciente, cuando la mejora operacional de la compañía comenzó a reflejarse positivamente en los resultados.

⁷ Rentabilidad total del activo = Ganancia sobre activos totales (descontados aquellos en ejecución o construcción); Rentabilidad operacional = resultado operacional sobre activos promedio; Rentabilidad sobre patrimonio = Utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedio.

Ripley Chile Evolución de la Rentabilidad



Anexo:

Resguardos de los instrumentos de deuda inscritos, Línea de bonos N° 543 (series D, E y F)

1.- Mantener, durante toda la vigencia de la presente emisión de bonos, a lo menos un 75% de los ingresos totales consolidados del emisor medidos trimestralmente sobre períodos retroactivos de doce meses, provenientes de las áreas de negocios de venta al detalle y/o administración de centros comerciales y/o evaluación, otorgamiento y administración de créditos.

- **En la actualidad se cumple con un 100%, ya que la empresa no posee otras áreas de negocio.**

2.- Mantener un nivel de endeudamiento a nivel consolidado, medido y calculado trimestralmente, en que la relación Total Pasivo Exigible/Patrimonio Total no sea superior a 1,5 veces.

- **Al 31 de marzo de 2012 la relación era de 0,66 veces.**

3.- Mantener al final de cada trimestre un patrimonio mínimo de UF 9.000.000.

- **Al 31 de marzo de 2012 el patrimonio era de UF 24.926.760.**

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”